

# Politica Economica dell'Unione Europea



Michele Sabatino  
([michele.sabatino@unibas.it](mailto:michele.sabatino@unibas.it))  
A.A. 2021/2022  
UniBas

# Il Trattato di Maastricht

- Proprio la crisi della SME fece paradossalmente capire la **necessità di una unione monetaria**. L'altra soluzione estrema – cambi totalmente flessibili – era incompatibile con l'unione doganale ed il mercato unico
  - Trilemma di Mundell (1986) non è possibile che si verifichino contemporaneamente: 1) regime di cambi fissi 2) perfetta mobilità di capitali 3) autonomia della politica monetaria
  - “**Quartetto inconciliabile**” (formulato da Padoa Schioppa) tra: (1) libero commercio, (2) libero movimento di capitali, (3) tassi di cambio quasi-fissi, (4) politiche monetarie indipendenti.
- Il **Trattato** fu adottato nel dicembre 1991 e firmato a **Maastricht** il 7 febbraio 1992. Dopo le ratifiche nazionali entrò in vigore il 1.11.1993.
- Il suo obiettivo principale è la costituzione di un'**Unione Economica e Monetaria (UEM)** attraverso:
  - il completamento delle **quattro liberalizzazioni** previste dal Mercato Unico (merci, servizi, persone e capitali);
  - l'accentuazione della **politica della concorrenza**;
  - il rafforzamento delle **politiche strutturali e regionali** (istituzione del nuovo Fondo di coesione);
  - il **coordinamento delle politiche macroeconomiche** nazionali.
- Altri obiettivi esplicitati nel Trattato:
  - cittadinanza europea e relativi diritti, comune sicurezza interna, cooperazione in tema di difesa, politica estera, ecc. (rinviato invece il “Protocollo sociale”).

# Il trattato di Maastricht

- Il 7 febbraio 1992 viene firmato il Trattato di Maastricht.
- Il trattato introduce due politiche di cooperazione nuove di zecca: **CGAI (Giustizia e affari interni)** e **PESC (Politica estera e sicurezza comune)**; queste si aggiungono alla Comunità europea (risultante delle istituzioni precedenti, CEE, CECA ed EURATOM). Su questa serie di istituzioni si deve fondare l'**UNIONE EUROPEA**.

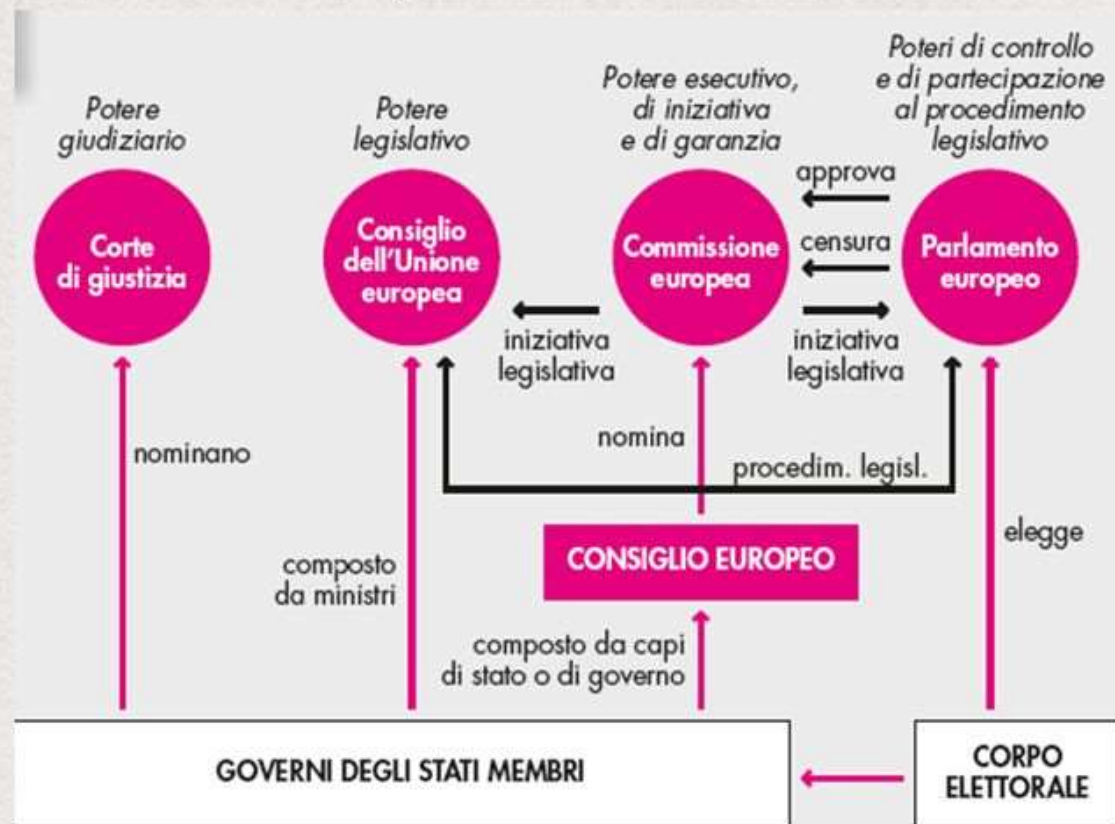


# Il trattato di Maastricht

- A differenza di un usuale stato moderno, l'UE si caratterizza per l'assenza del principio di separazione dei poteri: i poteri, piuttosto che essere divisi fra organi diversi, vengono esercitati in maniera congiunta da più organi. La struttura delle istituzioni è la seguente:
- il **Consiglio Europeo**, che riunisce i capi di governo e di stato dei paesi membri: fissa le linee guida per la politica dell'unione;
- il **Consiglio dell'Unione europea**, consiglio dei ministri dei paesi d'Europa, la cui composizione varia a seconda dell'argomento da affrontare: agisce entro i limiti stabiliti dal Consiglio Europeo;
- la **Commissione europea**: è il vero e proprio governo dell'Europa, la cui azione è limitata dalle scelte del Consiglio e dalle clausole dei trattati;
- il **Parlamento Europeo**, eletto a suffragio universale, con limitata capacità legislativa: ha principalmente funzioni di controllo;
- la **Corte di giustizia delle Comunità europee**: ha il compito di assicurare il rispetto del diritto comunitario e della sua corretta interpretazione.
- la **Corte dei conti europea** è una corte di giudici fiscali: controlla la correttezza del bilancio della UE;
- il **Comitato economico e sociale** e il Comitato della CECA: si tratta di organi consultivi di tipo tecnico;
- il **Comitato delle regioni**: è l'organo di raccordo fra la Commissione e gli enti locali degli stati membri;
- la **Banca europea degli investimenti (BEI)**: banca che cura gli investimenti in settori rilevanti dell'economia pubblica;
- Istituto Monetario Europeo (poi **Banca centrale europea**), con giurisdizione sulle questioni monetarie e fiscali: una nuova Banca Centrale.

# L'unione europea

## Gli organi dell'Unione europea



# TRATTATO DI MAASTRICHT

I tre pilastri dell'UE

UNIONE EUROPEA

**CE+**  
**CECA+**  
**EURATOM**

**Politica estera  
e di sicurezza  
comune  
(PESC)**

**Cooperazione  
giudiziaria e di  
polizia in  
materia penale**

# Il trattato di Maastricht

- L'UE ha competenze più ampie della vecchia CEE e si avvale del principio di sussidiarietà.
- La **PESC** ha come obiettivo quello di portare l'Europa a formulare una politica di difesa comune che in futuro possa anche diventare una difesa comune vera e propria; quello di promuovere la pace internazionale e difendere i valori comuni e gli interessi fondamentali dell'indipendenza europea; inoltre mettere in atto un collegamento fra l'UE e l'UEO.
- Il **CGAI** fissa i parametri per la collaborazione intergovernativa nei settori giudiziari e di polizia.
- **La cittadinanza europea** si aggiunge alla cittadinanza nazionale – è cittadino europeo chiunque sia cittadino di uno degli stati membri.
- Con il trattato di Maastricht la forma istituzionale dell'UE raggiunge una certa stabilità, ed è presumibile che manterrà questa forma per un buon periodo di tempo.

# PREPARATIVI PER L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA



INTEGRAZIONE EUROPEA

**1969** PIANO BARRE

**1970** RAPPORTO WERNER  
sull'unione economica e monetaria

**1979** SME  
Sistema monetario europeo

**1986** ATTO UNICO EUROPEO

**1988** RAPPORTO DELORS



**1999/2002**  
Introduzione dell'**EURO**



# Le tre fasi dell'unione monetaria

- Riguardo all'Unione Monetaria (UM), il Trattato accoglie i principi del **gradualismo** e della **condizionalità** (come suggerito dal "Rapporto Delors" del 1989).
- **1° fase (1990-93):**
  - divieto alle restrizioni ai **movimenti di capitali**;
  - valute all'interno della **banda stretta** dello SME;
  - **coordinamento** delle politiche macroeconomiche ed aumento dei fondi strutturali
- **2° fase (1994-98):**
  - costituzione dell'Istituto Monetario Europeo (**IME**);
  - adattamento delle **legislazioni sulle banche centrali** nazionali ai principi dell'UME (indipendenza, ecc.)
  - **divieto dei finanziamenti monetari** dei disavanzi o del sostegno da parte di altri Stati (**no bail-out**)
  - preparazione della normativa comunitaria necessaria per la **futura introduzione dell'euro** (così fu denominata la nuova valuta nel Consiglio europeo del dicembre 1995)
  - verifica dei **criteri di convergenza** per il passaggio al terzo stadio
- **3° fase (dal 1999) → stadio finale dopo verifica di criteri di convergenza**

# TRE FASI DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA



INTEGRAZIONE EUROPEA

**1** 1° luglio 1990:  
abolizione di tutte le restrizioni  
alla circolazione dei capitali



**2** 1° gennaio 1994: fondazione  
dell'Istituto monetario europeo,  
predecessore della BCE

**3** 1° gennaio 1999:  
fissazione irrevocabile dei tassi di conversione,  
trasferimento delle competenze di politica monetaria alla BCE



1° gennaio 2002:  
introduzione delle banconote  
e monete in euro

# I criteri di convergenza di Maastricht

- Per l'ammissione alla 3° fase, i paesi dovevano rispettare dei **criteri di convergenza**:
  - I. **tasso d'inflazione** annuo (in termini di prezzi al consumo, IACP) non superiore dell'1,5% a quello dei tre paesi con meno inflazione
  - II. **tasso d'interesse nominale sui titoli pubblici** a lungo termine non superiore del 2% a quello dei tre paesi meno inflazionistici
  - III. **disavanzo pubblico** (indebitamento della pubblica amministrazione) non superiore al 3% del pil, a meno di situazioni eccezionali e temporanee
  - IV. **debito pubblico** non superiore al 60% del pil, o comunque in fase di riduzione verso il valore di riferimento
  - V. **tasso di cambio** all'interno della banda di oscillazione normale dello SME, almeno per un biennio (ossia assenza di svalutazioni o riallineamenti).
- Il criterio sull'inflazione posto per assicurare che i paesi candidati alla UME manifestassero preferenze (sull'inflazione) uguali a quelle tedesche già dell'ingresso → La curva di indifferenza del policy-maker tedesco era del tipo *hard-nosed*



## Unione economica e monetaria



Stabilità  
dei prezzi



Convergenza dei  
tassi di interesse



Disciplina  
di bilancio

Stabilità  
del cambio



# Verifica dei criteri e avvio dell'UME

- La verifica dei criteri fu fatta nel Consiglio europeo straordinario del 3 maggio 1998. L'elenco degli **ammessi** comprendeva **11 paesi** (sui 15 allora facenti parte dell'UE, la Grecia era l'unico paese escluso)
  - Al Regno Unito (come pure alla Danimarca) era stata invece concessa la clausola **opting-out**, Svezia si era volontariamente autoesclusa, non chiedendo l'adesione allo SME
- Le ammissioni successive riguardarono (per un totale di **19 paesi** sui 27 membri UE):
  - Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro e Malta (2008), Slovacchia (2009), Estonia (2011), Lettonia (2014), Lituania (2015).
- Lo stadio finale dell'UME (dal 1.1.1999) si caratterizza per:
  - piena convertibilità delle monete e **tassi di cambio fissati irrevocabilmente** → per evitare attacchi speculativi il Consiglio europeo anticipò al maggio 1998 la fissazione dei tassi di cambio
  - successiva **introduzione della nuova moneta comune, l'euro**; la circolazione delle banconote e delle monete metalliche in euro è avvenuta il **1° gennaio 2002**;
  - nuove istituzioni (BCE, SEBC, ecc.) responsabili per la **politica monetaria europea**,
  - regole sui bilanci pubblici (Patto di Stabilità).

# Perché l'euro?

- Molti puntavano al valore simbolico della moneta unica dopo mezzo secolo di guerre all'interno dell'Europa nella prima parte del 900
- Ma è chiaro che quel che conta sono i **vantaggi economici**: una moneta comune insieme alla rimozione di tutti gli altri ostacoli ai movimenti di beni e di fattori produttivi avrebbero fatto di questa area una delle aree economiche più potenti del mondo.
- I detrattori ritengono che il simbolismo dell'euro può portare **costi molto elevati**: una moneta comune significa un tasso di interesse comune e una politica monetaria comune.

# VANTAGGI DELL'EURO



INTEGRAZIONE EUROPEA

Stabilità del  
potere di acquisto

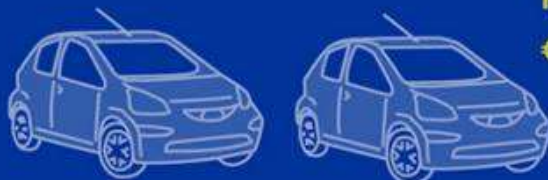


Eliminazione dei  
costi di transazione



Trasparenza dei prezzi

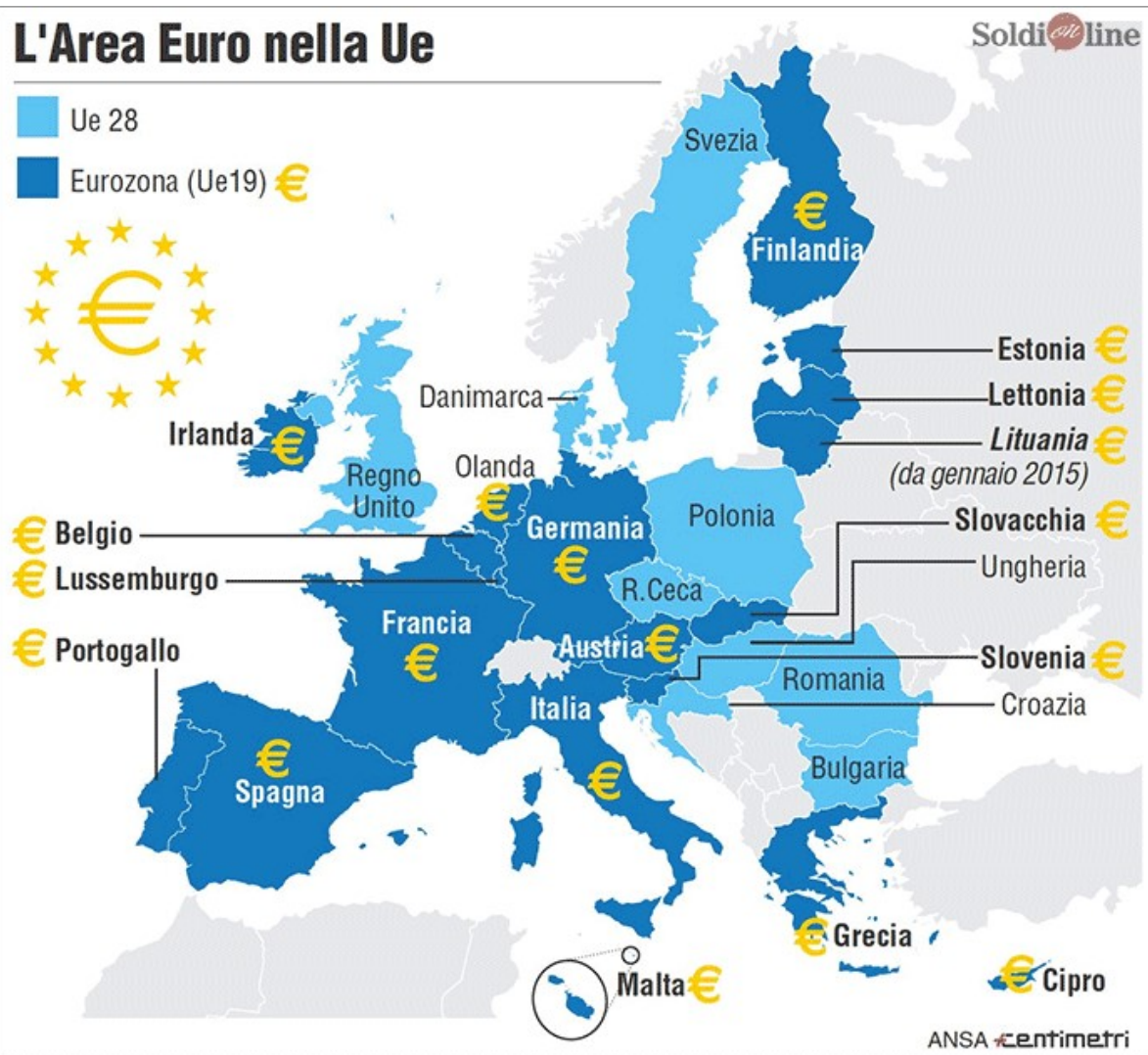
Paese A  
€ 13.247



Paese B  
€ 10.738

Eliminazione del  
rischio di cambio










## L'Euro

- Nel 1999, 11 degli allora 15 paesi membri dell'Unione europea, facenti parte del Sistema Monetario Europeo, hanno adottato una moneta unica: l'euro.
- Nel 2007, con la **Slovenia**, i Paesi dell'eurozona sono diventati 13. Nel 2008, anche **Cipro e Malta** hanno adottato la divisa comune: l'eurozona contava 15 paesi. Nel 2009, con l'ingresso della **Slovacchia**, i Paesi dell'eurozona erano 16. Anche l'**Estonia**, nel 2011 ha fatto il suo ingresso nell'eurozona. Nel 2014 è entrata la **Lettonia**, e nel 2015 la Lituania. L'euro oggi conta 19 membri.



# 1 - EURO O NON EURO

-  Paesi Euro/UE
-  Paesi UE con valute nazionali
-  Paesi Sme-2 (cambio fisso con l'Euro)
-  Paesi che usano l'Euro ma non sono parte dell'UE
-  Paesi che potrebbero entrare nell'Eurozona in questo decennio




**Isole caraibiche francesi:**  
 -Giamaica francese  
 -Guadalupa  
 -Martinica  
 -Saint-Barthelemy  
 -Saint-Martin francese  
 -Mayotte - (Sede Pubblica Miquelone)

Azore (Portogallo)  
 Madeira (Portogallo)  
 Canarie (Spagna)  
 Isole Canarie (Spagna)

**L'EURO AL DI FUORI DELL'EUROPA**  
 L'euro viene utilizzato anche nei territori extraeuropei dipendenti da Stati che lo hanno adottato

 Isole della Riunione (Francia)

- ① Rep. Ceca
  - ② Slovacchia - 2007
  - ③ Austria - 1999
  - ④ Slovenia - 2007
  - ⑤ Ungheria
  - ⑥ Romania
  - ⑦ Bulgaria
  - ⑧ Kosovo
  - ⑨ Montenegro
-  PIIGS

# INTRODUZIONE DELLE BANCONOTE E MONETE IN EURO: EFFETTI SUI PREZZI



INTEGRAZIONE EUROPEA

Tasso di inflazione complessivo nel 2002: **2,3%**



Tasso di inflazione complessivo nel 2002

Inflazione direttamente collegata all'introduzione delle banconote e monete in euro

Inflazione non collegata all'introduzione delle banconote e monete in euro, ossia:

- normale aumento dei prezzi
- forti rincari del greggio e della benzina
- forti rincari dei prodotti ortofrutticoli



**ma:**

- aspettative negative
- alcuni rivenditori al dettaglio hanno approfittato della sostituzione del contante
- livello dei prezzi "congelato nel passato" che viene ricordato nelle precedenti valute nazionali



Elevata inflazione percepita

# INTEGRAZIONE FINANZIARIA DELL'AREA DELL'EURO



INTEGRAZIONE EUROPEA

L'integrazione dei mercati, delle infrastrutture  
e delle istituzioni nel settore finanziario

- dà luogo a economie di scala, una più ampia varietà di prodotti finanziari a costi più contenuti
- migliora la trasmissione degli impulsi di politica monetaria
- contribuisce a preservare la stabilità finanziaria e il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.



# CARATTERISTICHE ESSENZIALI DELL'AREA DELL'EURO



INTEGRAZIONE EUROPEA

				
Popolazione (milioni di abitanti)	331	502	310	128
PIL (PPA, migliaia di miliardi di €)	9,2	12,9	11,9	3,5
PIL pro capite (PPA, migliaia di €)	27,7	25,7	38,3	27,3
Quota del PIL mondiale (PPA, %)	14,6	20,5	19,7	5,8
Esportazioni (beni e servizi, % del PIL)	22,6	15,5	12,5	15,9
Investimenti fissi lordi (% del PIL)	19,0	18,4	15,5	20,5
Risparmio lordo (% del PIL)	18,5*	18,1	11,6	24,9**

\* €-16 \*\* Dato relativo al 2008

Fonti per l'area dell'euro e l'UE: BCE, Eurostat, dati nazionali, FMI ed elaborazioni della BCE; per gli Stati Uniti e il Giappone: fonti nazionali, FMI.

# Strategia di Maastricht e ciclo economico europeo

- La “strategia di Maastricht” è stata accompagnata a **politiche monetarie rigorose** (per il rispetto dei criteri sull’inflazione e sul cambio) e politiche di **risanamento fiscale** (per il rispetto dei criteri sul disavanzo e sul debito).
- Secondo alcuni (De Grauwe) ciò ha determinato **spinte deflazionistiche**, che hanno penalizzato la crescita economica ed un aumento della **disoccupazione** (che poi è divenuta strutturale). In realtà, le politiche di risanamento fiscale ( $\downarrow D$ ) possono avere:
  - **effetti keynesiani**, che portano a ridurre la domanda aggregata ed il reddito, nonché un successivo peggioramento del disavanzo pubblico:  $\downarrow G$  o  $\uparrow T \Rightarrow \downarrow Y$  (poi  $\uparrow D$  per gli stabilizzatori automatici);
  - **effetti non-keynesiani**, che si riferiscono alle migliorate aspettative quando sono intraprese credibili azioni di risanamento:  $\downarrow D \Rightarrow \downarrow T^e$  e  $\downarrow i \Rightarrow \uparrow C$  e  $\uparrow i \Rightarrow \uparrow Y$ ).
- E’ probabile che la strategia “deflazionistica” di Maastricht, perseguita **simultaneamente** in molti paesi, abbia determinato un rallentamento nella crescita
  - Similitudini con **situazione post crisi 2009** (effetti ancor più accentuati!)

# L'ammissione dell'Italia all'UME

- L'Italia ancora all'inizio del 1996 veniva data certamente per esclusa: inflazione decrescente ma ancora elevata, alti disavanzi e debiti pubblici, ancora fuori dallo SME, ecc.
- Essa cominciò a vincere la scommessa solamente nell'autunno di quell'anno, grazie a: (i) pesante **manovra finanziaria** ("tassa per l'Europa"); (ii) maggiore **credibilità** e discesa **tassi**; (iii) **riammissione nello SME** nel novembre 1996; (iv) **riduzione del tasso d'inflazione**
  - Fino all'1,7% nel 1997, il livello più basso dei precedenti 30 anni. Nello stesso anno, **avanzo primario** senza precedenti (6,8%).
- Bonus di **credibilità**: politiche di risanamento più decise  $\Rightarrow$  rispetto tendenziale dei criteri  $\Rightarrow$   $\uparrow$  credibilità ammissione  $\Rightarrow$   $\downarrow$  tassi d'interesse  $\Rightarrow$   $\downarrow$  disavanzi pubblici  $\Rightarrow$  rispetto effettivo dei criteri di Maastricht (a parte il criterio del debito).
  - Lo **spread**, pari a 440 punti base nel marzo 1996, era sceso a 30-40 punti nella primavera 1997, per poi avvicinarsi a zero nel maggio 1998.

# Teoria delle aree valutarie ottimali

- È vantaggioso per un paese partecipare ad un'unione monetaria? Secondo la **teoria delle aree valutarie ottimali (AVO)**, la risposta è positiva quando i benefici derivanti dall'UM superano i costi.
  - La teoria, nota in inglese come optimal currency areas (OCA), prese le mosse negli anni '50-60, con i contributi di Mundell.
- I **costi** sono prevalentemente **macroeconomici**: si riferiscono alla perdita dello strumento del cambio e di politiche monetarie indipendenti.
- I **benefici** sono principalmente di tipo **microeconomico**: essi includono soprattutto l'abbattimento dei costi di transazione e l'eliminazione del rischio di cambio.
- Questi benefici sono rilevanti per economie molto **integrate** (ossia con un elevato **grado di apertura** reciproco, ad es. in % del PIL).
  - Vi possono anche essere **benefici macroeconomici**: in un regime di cambi fissi (credibilità antinflazionistica "presa a prestito" dal paese ancora del sistema, disciplina monetaria che rafforza l'obiettivo della stabilità dei prezzi) sono rafforzati nelle UM.
  - Inoltre, soprattutto per i paesi devianti, benefici nella fase di **transizione** ( $\downarrow\pi$ ,  $\downarrow i$  ed anche  $\downarrow$ disavanzo pubblico).

# I benefici microeconomici

- **L'eliminazione dei costi di transazione** – commissioni e costi indiretti per il cambio delle valute – corrisponde ad un guadagno netto di benessere per l'intera collettività.
  - I benefici riguardano il **commercio** di beni e servizi (incluso il turismo), i flussi di **persone**, i movimenti di **capitale** → In uno studio del 1990, la Commissione aveva stimato tale vantaggio compreso tra lo 0,25% e lo 0,5% annuo del PIL.
  - **Effetti indiretti**: maggior trasparenza e **concorrenza** nei mercati (riduzione delle segmentazioni tra mercati nazionali, minor discriminazione di prezzo) → Maggior concorrenza significa **minori prezzi per i consumatori**, stimolo agli investimenti e alla crescita.
- **Eliminazione del rischio di cambio**, che favorisce il commercio internazionale e la crescita economica.
  - il rischio di cambio rende meno efficiente il meccanismo dei prezzi, in quanto l'**incertezza** sui prezzi futuri rende meno attendibili i segnali per le decisioni di produzione, consumo, investimento (inclusi commercio internazionale e IDE);
  - inoltre fa aumentare il **tasso d'interesse reale**, frenando gli investimenti e deteriorandone la qualità (problemi di *moral hazard* e *adverse selection*).

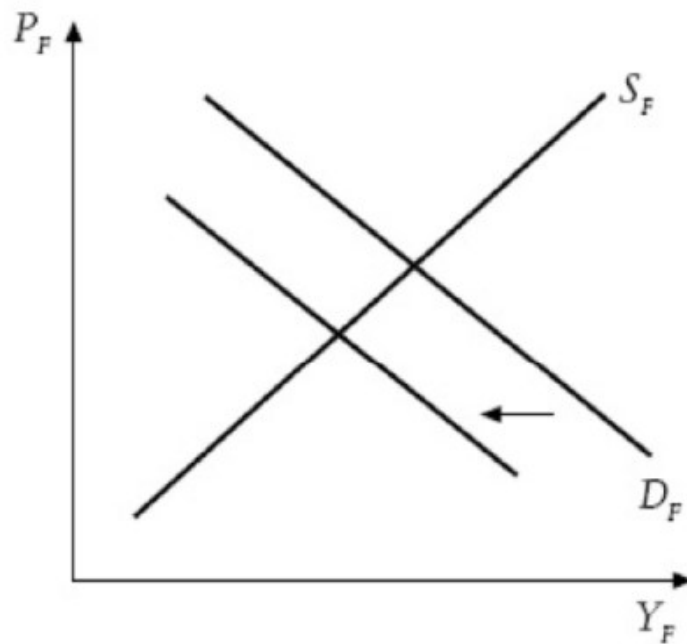


# I costi: la perdita dello strumento di cambio

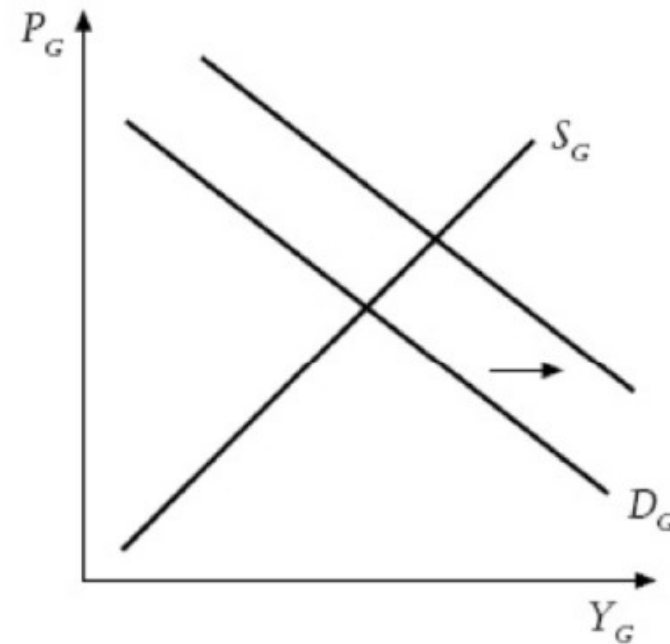
- Il **costo** principale di un'UM è dato dalla **rinuncia alla manovra del tasso di cambio**. Tale costo:
- **aumenta** al crescere della probabilità del verificarsi di **shock asimmetrici**.
- **diminuisce** invece in presenza di meccanismi di aggiustamento alternativi: **flessibilità** di prezzi e salari, **mobilità del lavoro**.
  - la **manovra del tasso di cambio è efficace solo se lo shock è asimmetrico**, ma sulla domanda aggregata (di uno specifico paese).
  - È invece inefficace con i seguenti tipi di shock: permanente, simmetrico (comune a più paesi), specifico di settore, di tipo finanziario invece che reale.

# Shock asimmetrico

- Seguendo Mundell (1961), supponiamo vi sia uno **spostamento di preferenze** dei consumatori dai prodotti di un paese (Francia) a quelli di un altro paese (Germania): è questo un esempio classico di **shock asimmetrico**  $\rightarrow \downarrow D_F$  in Francia (con  $\downarrow Y_F$  e  $\downarrow P_F$ ) e  $\uparrow D_G$  in Germania (con  $\uparrow Y_G$  e  $\uparrow P_G$ )



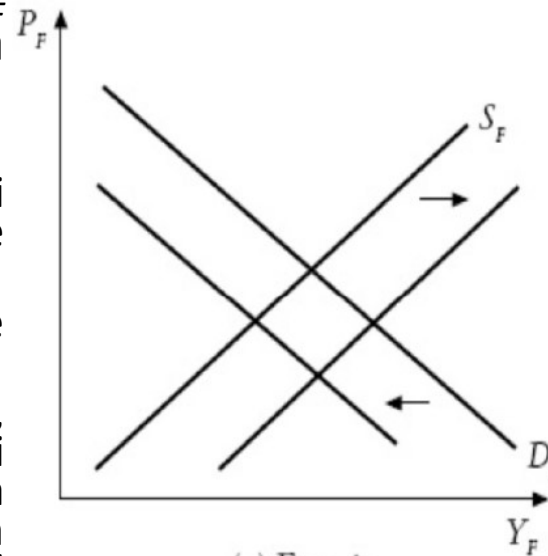
(a) Francia



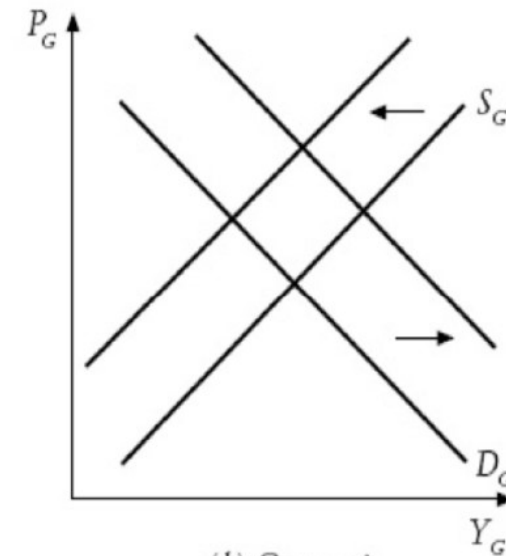
(b) Germania

# Aggiustamento 'di mercato'

- Un **aggiustamento automatico** di mercato ha luogo in presenza di **flessibilità salariale** → In Francia:  $\downarrow Y_F \Rightarrow \uparrow u_F \Rightarrow \downarrow W_F \Rightarrow$  la curva di offerta ( $S_F$ ) si sposta in basso  $\Rightarrow \uparrow Y_F$  e torna verso l'equilibrio iniziale
  - Inoltre,  $\downarrow P_F$  rende più competitivi i prodotti francesi e contribuisce a  $\uparrow NX_F$  e  $\uparrow Y_F$
  - In Germania: modifiche opposte e simmetriche.
  - Inoltre, in presenza di **mobilità del lavoro**, dato che  $\uparrow u_F$  e  $\downarrow u_G$ , vi sarà un flusso di lavoratori francesi disoccupati dalla Francia alla Germania; ciò eliminerà la disoccupazione in Francia e le pressioni inflazionistiche in Germania.



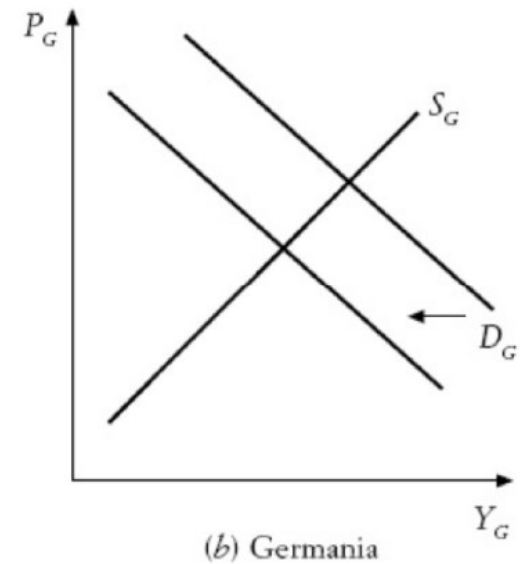
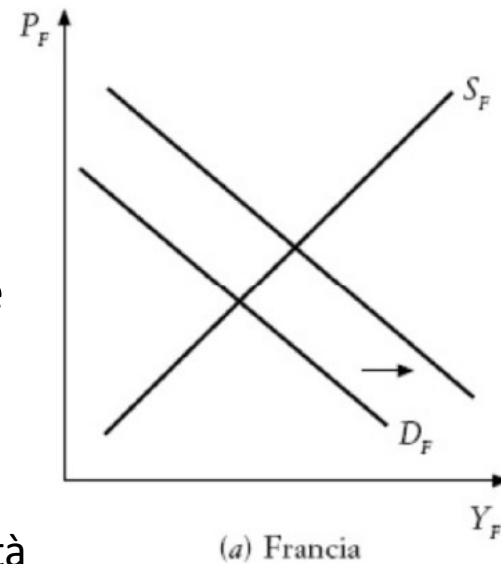
(a) Francia



(b) Germania

# Aggiustamento attraverso modifica del tasso di cambio

- Un **aggiustamento** alternativo a quello di mercato è la **modifica del tasso di cambio**: nel nostro caso una svalutazione del franco rispetto al marco → La svalutazione del franco farebbe aumentare le esportazioni nette di beni francesi spostando la curva di domanda verso l'alto, mentre l'effetto opposto si osserverebbe in Germania
  - Le curve di domanda tornerebbero indietro, riportando il sistema verso l'equilibrio iniziale (anche senza flessibilità salariale e mobilità del lavoro).



# Sistemi assicurativi contro shock asimmetrici

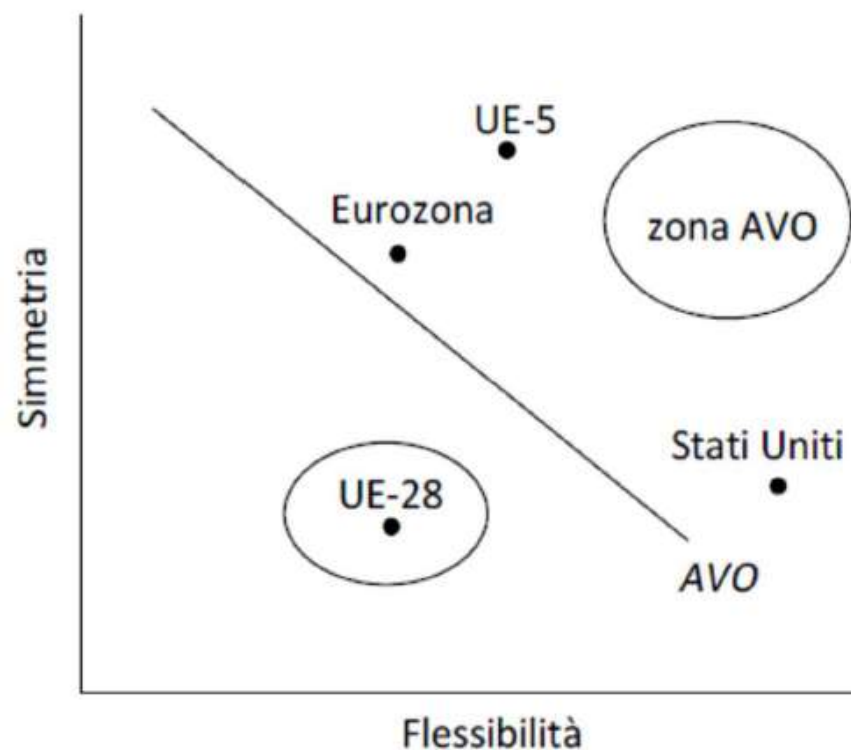
- I **sistemi assicurativi** aiutano l'aggiustamento. Quelli **pubblici** consistono nella **redistribuzione fiscale** operata dai bilanci pubblici (importante quando lo shock è temporaneo)
  - Un bilancio pubblico **centralizzato** a livello di UM attuerebbe una redistribuzione sovranazionale → Nel nostro caso, dalla Germania ( $\uparrow T_G$  sfruttando il fatto che  $\uparrow Y_G$ ) alla Francia, consentendo di sostenere con i trasferimenti la sua domanda aggregata ( $\uparrow D_F$ ) → **non è questo il caso dell'UME**: mentre i bilanci nazionali assorbono il 40-50% del PIL dei singoli paesi, il bilancio dell'UE ammonta solo all'1% del PIL
  - Anche nel caso in cui i bilanci sono **decentrati**, lo shock potrebbe essere ammortizzato grazie agli **stabilizzatori automatici** che operano a livello nazionale, oltre ad eventuali politiche fiscali espansive, nel paese colpito negativamente dallo shock
- Un sistema assicurativo **privato** opera in un'UM con mercati finanziari ben integrati. In questo caso, lo shock negativo si distribuisce su tutti i paesi ed i **flussi di capitale** facilitano l'aggiustamento
  - In Francia lo shock causa perdite di produzione e fallimenti di imprese, le cui azioni ed obbligazioni emesse perdono valore, provocando peraltro un danno a tutti i detentori, inclusi quelli residenti in altri paesi (anche in Germania); e viceversa per le attività finanziarie emesse dai tedeschi (e possedute anche dai francesi)

# Benefici e costi delle UM: una sintesi

- In conclusione, i **benefici** delle UM possono essere rilevanti per **paesi ben integrati** (ossia con elevato grado di apertura)
  - Il grado di apertura nell'UE è **umentato** nel tempo, **ma** è molto **vario**: se espresso in termini di esportazioni intracomunitarie sul PIL, varia dal 50-60% per Belgio, Olanda, alcuni paesi dell'Est, a poco più del 10% per Italia, Francia, Spagna, Regno Unito (ancor meno per Grecia e Cipro).
  - Anche i paesi con un basso grado di apertura, potrebbero però trovare vantaggioso partecipare, tenuto conto degli **altri benefici**, per esempio i benefici macroeconomici di una maggiore stabilità monetaria e finanziaria.
- Il **costo** delle UM – perdita dello strumento del cambio – può essere però notevole in presenza di **shock asimmetrici**. Elementi cruciali:
  1. La probabilità del verificarsi di questi shock aumenta se i paesi sono “diversi” ovvero se hanno un **basso grado di “simmetria”**
    - Ci si riferisce alla **divergenza nelle strutture produttive**, oltre che **nei sistemi fiscali ed istituzionali**
  2. Questo elemento può però essere compensato da un'elevata **flessibilità** (di prezzi e salari) e **mobilità** (del lavoro): anche al verificarsi di shock asimmetrici, l'aggiustamento di mercato potrebbe allora agire in modo efficace riportando verso l'equilibrio

# Simmetria e flessibilità

- Possiamo quindi derivare una relazione tra **simmetria** e **flessibilità**: la **retta AVO**
- È il luogo dei punti che rappresentano combinazioni di simmetria e flessibilità che generano una **convenienza netta nulla a partecipare all'UM**
- I paesi collocati al di sopra di tale retta hanno convenienza a partecipare all'UM, quelli situati al di sotto no



# L'UE è un'AVO?

- Aree valutarie a confronto:
  - Tutta l'UE-25 (o anche **UE-28**) non è ancora un'AVO, in quanto la bassa simmetria si accompagna ad una tuttora limitata flessibilità
  - lo sono alcuni sottoinsiemi, come l'**UE-5** (ossia il core dell'UE), grazie alla maggiore omogeneità interna (simmetria), nonostante una flessibilità simile
  - lo sono, in confronto, gli **Usa**, grazie alla loro maggiore flessibilità e mobilità del lavoro, nonostante una simmetria paragonabile a quella dell'intera UE (diversità tra le strutture produttive dei singoli stati)
  - dubbi sull'**Eurozona** (a 18), per la posizione dei paesi periferici
- In letteratura è stata discussa l'**endogenità dei criteri AVO**, per cui la convenienza dell'UM tenderebbe ad autorealizzarsi nel tempo, anche se inizialmente non verificata
  - secondo una "visione **ottimistica**", gli scambi di beni intracomunitari sono in gran parte del tipo "**commercio intra-industriale**"; l'ulteriore crescita del commercio (derivante dal Mercato Unico e dalla stessa unione monetaria) **renderà più simili le strutture produttive** e quindi più simmetrici gli shock
  - secondo una "visione **pessimistica**" (di P. Krugman), il crescente commercio internazionale porterà, in presenza di economie di scala statiche e dinamiche, ad una concentrazione della produzione e ad una **crescente specializzazione** dei paesi, rendendo più probabili gli shock asimmetrici



# Giustificazioni per le regole di bilancio nell'UEM

- Per le **teorie AVO**, al fine di contrastare gli shock asimmetrici, i bilanci dei membri di un'unione monetaria (UM) dovrebbero essere gestiti in modo “flessibile” (alternativa ai bilanci centralizzati)
- Quali sono allora le giustificazioni del Patto di Stabilità?
  - **Esternalità negative**: un paese indebitato, specie se di grandi dimensioni, può far salire – attraverso un drenaggio sui risparmi a livello di unione – il tasso d'interesse medio dell'UM, con **spillover** ovvero esternalità negative sugli altri paesi (essi dovranno ad es. adottare politiche restrittive per far fronte agli accresciuti oneri sul debito)
  - Oppure rischi di **contagio** nel caso ci si avvicini a situazioni di **default**
  - **Incentivi a disavanzi e debiti**: in un'UM continua a pesare, sul debito dei singoli paesi, solo il premio per il rischio di inadempienza (default), non il rischio di cambio; la probabile  $\downarrow i$  all'avvio dell'UM, potrebbe essere un incentivo per i governi a creare debito
    - Un altro incentivo è connesso alla possibilità che un paese faccia affidamento su un **salvataggio** da parte degli altri paesi (problema della credibilità della clausola di *no bail-out*)
  - **Interferenze con la politica monetaria**: ci potrebbero essere pressioni sulla BCE, da parte dei paesi molto indebitati, per una politica meno restrittiva, intaccando anche la credibilità anti-inflazionistica della BCE

# Rischio di *default* in un'Unione Monetaria

- Un **default** e **più o meno probabile in un'UM?**
  - Secondo Mc Kinnon lo è di più, per il venir meno della possibilità di creare sorprese inflazionistiche per ridurre il valore reale del debito
  - Lo è di meno se le aspettative dei mercati finanziari migliorano all'avvio dell'UM, soprattutto se la clausola ***no bail out*** non è creduta
- All'avvio dell'UEM (1999) il **rischio di default** era molto basso, così come percepito dai mercati ed incorporato negli spread
  - Per esempio, 29 punti base per l'Italia
  - Quindi l'evidenza dei primi anni di vita dell'euro sembrava smentire l'ipotesi di Mc Kinnon

# Spread sui tassi d'interesse prima e dopo l'euro

## Evidenza empirica relativa all'UEM:

Il differenziale dei tassi d'interesse tra i titoli italiani e quelli tedeschi espressi nelle **valute nazionali** ( $r^{\mathcal{E}}_I - r^{DM}_G$ ) era di 444 punti base nel marzo 1996;

nello stesso mese, il differenziale sui titoli in valuta comune ( $r^{DM}_I - r^{DM}_G$ ) era di 81 punti: quest'ultimo è una misura del **default risk**, mentre lo scarto tra questi due differenziali rappresenta il rischio svalutazione;

il differenziale sui titoli in euro ( $r^{\mathcal{E}}_I - r^{\mathcal{E}}_G$ ), nell'agosto 1999, era già sceso a 29 punti; ulteriormente ridotti a 17 nel 2004.

TAB.9.2. Differenziale di interesse con la Germania (titoli decennali) in punti base, 1996, 1999 e 2004

	MARZO 1996		AGOSTO 1999	SETTEMBRE 2004
	IN VALUTA NAZIONALE	IN VALUTA COMUNE (DM)	IN EURO	IN EURO
Austria			23	5
Belgio	50	27	30	8
Finlandia			26	10
Francia	37	21	11	2
Irlanda			28	-10
Italia	444	81	29	17
Paesi Bassi	4	5	15	5
Spagna	347	30	26	2
Danimarca			46	34
Svezia			58	32
Regno Unito			38	87

C'era stata una **riduzione del premio al rischio di default** già durante la convergenza verso l'UEM e nei primi anni dell'euro; quindi assenza di effetti *spillover*

# Spiegazioni degli *spread* bassi

- Il **basso e decrescente livello dei differenziali** di interesse sui titoli di stato era una caratteristica dei primi anni di vita dell'UEM, **malgrado il persistere di posizioni di bilancio molto diverse**
- Se si considerano però le **variazioni** dei differenziali e dei rapporti debito/PIL, risulta che i differenziali si erano maggiormente ridotti dove i miglioramenti del rapporto debito/PIL erano stati più consistenti
- La **scarsa e poco tempestiva reazione dei mercati finanziari** alla sostenibilità dei conti pubblici era spiegata:
  - a) in parte in base alla **ricerca di rendimento** degli operatori finanziari in un contesto di tassi d'interesse molto bassi
  - b) in parte con le **modifiche nella regolamentazione** contabile e di vigilanza
    - incluse le politiche dell'Eurosistema in materia di garanzie
- Si ammetteva comunque che tale reazione può presentarsi “**con salti**” a seguito di eventi scatenanti quali le valutazioni negative da parte delle **agenzie di rating**

# Iper-reazione dopo la crisi finanziaria

- A seguito della crisi finanziaria del **2008-09**, gli **spread** hanno cominciato ad **ampliarsi**
  - Andamenti **analoghi** erano però stati osservati anche **negli USA** (riguardo ai differenziali fra i rendimenti sui titoli dei singoli Stati e quelli sui buoni del Tesoro).
- È **mutata la percezione del rischio** relativa a differenti tipi di attività finanziarie (ad es. dei debiti sovrani rispetto alle obbligazioni societarie) ed a diversi paesi
  - Anche le probabilità di default, come misurate dai **credit default swaps**, sono aumentate in molti paesi. Queste probabilità appaiono correlate tra i diversi paesi, a causa del nervosismo sui mercati e del rischio di contagio
- La **crisi dei debiti sovrani**, iniziata in Grecia nella primavera del 2010 e proseguita nel 2011 contagiando altri “PIIGS”, ha causato un ulteriore e drastico innalzamento degli spread
- Necessità di introdurre – in aggiunta a strumenti ad hoc come i fondi “salva Stati” – anche **nuove regole per i bilanci**
  - Alcune regole c’erano però fin dalla costituzione dell’UEM (1999): il **Patto di Stabilità e Crescita**. Vediamo le sue caratteristiche e le sue riforme

# Il Patto di Stabilità e Crescita (PSC)

- Il Patto di Stabilità e Crescita era visto come il proseguimento dei criteri di Maastricht per i paesi dell'UEM, firmato su pressioni soprattutto tedesche
- Fissa due numeri:
  - il **pareggio del bilancio pubblico** ( $D=0$ ) come **obiettivo di medio termine (OMT)**
  - un **teito al rapporto deficit/pil pari al 3%** ( $d < 3\%$ ), da rispettare sempre, al di sopra del quale il Consiglio può decidere sanzioni per i paesi con "deficit in eccesso" (se la raccomandazione della Commissione non viene rispettata)
  - La **sanzione** era inizialmente costituita da un deposito infruttifero, trasformato in ammenda se il deficit eccessivo permane.
- Un superamento **eccezionale, transitorio** e comunque entro valori prossimi al parametro di riferimento (3%), potrebbe non essere considerato deficit eccessivo (ad esempio per una **grave recessione**).
- Il tetto del 3% al rapporto deficit/PIL era già stato fissato dal precedente Trattato di **Maastricht** per i paesi che intendevano essere ammessi all'UEM.
- La parte preventiva (procedura dell'*early warning*) prevedeva la presentazione di **programmi annui di stabilità**, per i paesi della zona euro, e di **convergenza**, per gli altri paesi dell'UE.

# Prima riforma del PSC (2005)

- **Critiche iniziali al PSC:**

- Il PSC aveva in sostanza accolto il principio del “bilancio in pareggio lungo il ciclo” ma, oltre ad essere “**stupido**”, vi era dibattito sul margine del 3% di disavanzo rispetto al PIL per consentire l’agire degli **stabilizzatori automatici**.
- Esclusa la “**golden rule**”, ossia la possibilità di effettuare in disavanzo gli investimenti pubblici.
- Non affrontava le **differenze di competitività e squilibri macroeconomici**
- Altra critica al PSC: meglio **individuare e correggere** per tempo eventuali squilibri piuttosto che punire con enormi **sanzioni** chi ha già i conti fuori controllo.
- **Valori numerici arbitrari**: il **3% per d** è compatibile (nei modelli di stato stazionario) con **60% per b** solo con una crescita nominale ( $g_y$ ) del **5%** annuo.

- **La riforma del marzo 2005:**

- ha accresciuto la **discrezionalità**, riducendo ulteriormente la probabilità di applicazione di sanzioni;
- il PSC venne reso **più flessibile**, prevedendo tempi più lunghi per il rientro sotto il 3% e per il raggiungimento dell’OMT, leggermente differenziato tra paesi (con miglioramenti dello 0,5% annuo sul PIL);
- fu considerata una più vasta casistica sia per la non applicazione delle sanzioni sia nella valutazione discrezionale dei tempi concessi per l’aggiustamento
- tenendo ad es. conto dell’ammontare di **investimenti pubblici**, dell’avvio di **riforme strutturali** (anche in connessione con la strategia di Lisbona), di altre circostanze.

# Criticità del PSC

- **Criticità del PSC** emerse nel primo decennio di implementazione:
  - **disavanzi pubblici** non ridotti nemmeno nelle fasi cicliche positive e **debiti pubblici** non adeguatamente diminuiti;
  - nel decennio 1999-2009, 97 casi di deficit eccessivo (solo 1/3 in presenza di recessioni gravi), ma nel decennio **nessun paese** è stato **sanzionato**;
  - nel 2004 il Consiglio europeo decise (a maggioranza) di non applicare sanzioni, che in quel caso avrebbero colpito anche Germania e Francia; problemi di **credibilità** (evidenziati dalla BCE).
- I problemi si sono aggravati con la **crisi finanziaria**.
  - La **crisi** ha mostrato, da un lato, la forte **interdipendenza delle economie europee** e, dall'altro lato, le **debolezze del sistema esistente di regolamentazione e governance**, quando erano necessari un forte e rapido coordinamento, maggiore prevenzione, appropriati meccanismi correttivi e "anti-crisi".
- I **disavanzi pubblici** sono fortemente peggiorati in quasi tutti i paesi, per: (i) i salvataggi bancari; (ii) la recessione (calo del PIL) e gli stabilizzatori automatici; (iii) i pacchetti di stimolo fiscale discrezionali.
  - Avviata la procedura della Commissione contro i disavanzi eccessivi, concordando i tempi per il rientro sotto il 3% del PIL (entro il 2012-13). Successive proroghe.
  - Ulteriore aggravamento dopo la **crisi dei debiti sovrani**: adottate nuove misure correttive. Più lento ma persistente aumento dei **debiti pubblici**.



# Il nuovo PSC rafforzato

- La **crisi dei debiti sovrani** ha portato alla predisposizione di **nuove regole** per i bilanci e per le politiche macroeconomiche.
  - Già nel maggio 2010, la Commissione propose linee guida per un **più stretto coordinamento delle politiche economiche**, inclusa una sorveglianza macroeconomica, il semestre europeo, un meccanismo di gestione delle crisi.
- **Riforma del PSC** approvata dal **Consiglio europeo** (giugno 2011):
  1. Inalterati i **parametri di Maastricht**: 3% per il rapporto deficit/PIL e 60% per il debito/PIL.
  2. Nella **parte preventiva**, richiesta la **correzione** di almeno lo **0,5% annuo** dei disavanzi, verso il **pareggio del bilancio strutturale**, pari allo 0,5% del PIL (ammesso l'1% solo per i paesi con <60% il debito/PIL).
    - Introdotto anche un **vincolo sulla crescita della spesa pubblica**: la spesa reale non può crescere più del PIL potenziale di medio periodo (con vincoli più stringenti per i paesi che non hanno conseguito l'OMT, obiettivo di medio termine).
  3. Nella **parte correttiva**: maggior peso per il rientro del **debito**
  4. Nuova governance europea per gli **squilibri macroeconomici**.
    - Raccomandazioni della Commissione basate (sull'analisi di una decina di indicatori macroeconomici) e poi avvio di una "procedura per squilibri eccessivi"; possibilità di sanzioni.
    - Nel 2014 sotto osservazione l'Italia (assieme a Croazia e Slovenia) per l'alto debito pubblico e la bassa competitività (ma il surplus della BP della Germania?).

# Il nuovo PSC: il rientro dal debito

- Forzare la **convergenza del rapporto debito/PIL** verso la soglia del 60%, riducendo di **almeno 1/20** l'anno l'eccesso rispetto a tale soglia.
  - Per l'Italia, con un rapporto debito/pil del 133%, significa una riduzione uguale a:  $(133-60)/20=3,65$  per cento il primo anno, 3,5% il secondo, ecc.
  - Vincolo non stringente se vi è pareggio di bilancio e c'è una crescita positiva (sia reale che inflazione).
  - Verifiche a partire dal 2015, sulla base dei risultati del triennio 2012-14.
- In caso di mancato rispetto, la **procedura per deficit eccessivo** sarà semiautomatica (*reverse qualified majority voting*: occorrerà una maggioranza qualificata nel Consiglio per ribaltare una proposta della Commissione).
  - Previsto un **anticipo temporale nell'applicazione della sanzione, pari allo 0,2%** (deposito infruttifero imposto non appena avviata la procedura);
  - eventuali **multe** devolute a finanziare i nuovi Fondi di stabilità finanziaria, EFSF e ESM;
- **ma tenuto conto di altri fattori rilevanti:**
  - indebitamento del **settore privato**, debiti impliciti del sistema pensionistico; specifica struttura del debito pubblico, esposizione del sistema bancario, bassa crescita nominale;
  - scarsa trasparenza su questo punto e rischio di "contrattazioni" all'interno del Consiglio europeo.

# Il Trattato sul *Fiscal Compact*

- L'acuirsi della crisi dei debiti sovrani nel 2011 ha portato ad un ulteriore rafforzamento delle regole di bilancio:
  - L'insieme delle misure legislative introdotte per riformare il PSC e attuare una nuova sorveglianza macroeconomica, è noto come **Six-Pack** ed è stato definitivamente approvato nel dicembre 2011.
  - Il **Two-Pack** (in vigore da maggio 2013) consta invece di altri due regolamenti riguardanti i paesi della **zona euro** (in particolare quelli sotto assistenza finanziaria).
- Il **Trattato** (intergovernativo) **sulla stabilità, coordinamento e governance nell'Unione economica e monetaria** (ossia il **Fiscal Compact**):
  - proposto dalla Germania, firmato il 2 marzo 2012 da 25 stati (autoesclusi Regno U. e Repubblica Ceca); doveva essere ratificato da almeno 12 paesi;
  - dopo le ratifiche nazionali (in alcuni casi previo referendum) è entrato **in vigore il 1° gennaio 2013**.
- Circa il **contenuto**, sono confermati i parametri del PSC rafforzato. Aggiunta però la **regola che impone il pareggio di bilancio** da introdurre (entro il 1° gennaio 2014) in norme di tipo costituzionale o comunque nelle legislazioni nazionali.
  - Conta il **saldo strutturale** al netto delle misure una tantum: disavanzo minore dello 0,5% del Pil (1% per paesi con debito/PIL <60%).
  - Per l'**Italia**, approvazione definitiva (il 17.4.2012) del **nuovo art. 81** (equilibrio strutturale del bilancio dello Stato)

# Il semestre europeo

- in vigore dall'inizio del 2011 con l'**obiettivo** di migliorare il coordinamento delle politiche economiche degli stati membri, attraverso il **monitoraggio reciproco e l'individuazione per tempo degli squilibri**
- Nel mese di **marzo** il **Consiglio europeo** (sulla base di un rapporto della Commissione) individua le linee guida di politica economica.
  - Il Consiglio può essere preceduto da un summit ristretto ai paesi dell'Eurozona.
  - Tra i compiti: valutare non solo la convergenza delle politiche economiche, ma anche gli squilibri in termini di competitività.
- Nel mese di **aprile**, i singoli Stati rivedono le strategie di bilancio a medio termine – nei **Programmi di Stabilità** – e delineano i **Programmi nazionali di riforma (PNR)**; questi ultimi riguardano la strategia “Europa 2020” (in Italia ciò avviene all'interno del DEF di aprile).
- In **giugno e luglio** il Consiglio, recependo le raccomandazioni della Commissione, predispone **osservazioni** sulle politiche prima che gli Stati mettano a punto i bilanci per l'anno seguente.
- Inoltre, per i paesi dell'Eurozona, il **Two-Pack** prevede che:
  - i **progetti di legge di bilancio** devono essere pubblicati entro il 15 ottobre;
  - la **Commissione europea** formula pareri (comunque entro il 30 novembre) e **può chiedere modifiche** prima dell'approvazione dei Parlamenti nazionali (entro il 31 dicembre).

# Regole, austerità e crescita

- Le **riforme del PSC** attuate nel periodo 2010-13, con le nuove norme di rango perfino costituzionale (come il Fiscal Compact), erano tutte state nella direzione di un progressivo inasprimento e di **più stretti controlli**
  - il fine era di costituire un argine non solo contro possibili **comportamenti opportunistici** dei governi, ma soprattutto nei confronti della **speculazione** internazionale, che si era irrobustita dopo la crisi dei debiti sovrani.
- Continua il dibattito su misure di **austerità** vs. politiche per la **crescita**.
  - Rischio di una nuova **depressione** (cfr. Krugman) a causa di politiche restrittive adottate congiuntamente da molti paesi
    - L'Eurozona ha avuto due recessioni in un quinquennio ed a fine 2014 è entrata in deflazione.
  - La **nuova recessione** complica lo stesso aggiustamento dei **conti pubblici** ( $\uparrow D/Y$  e  $\uparrow B/Y$  per  $\downarrow Y$ ) in un circolo vizioso. Rigore fiscale non espansivo e politiche **self-defeating**.
    - Le ipotesi di Reinhart and Rogoff, circa i nessi tra elevati debiti pubblici e bassa crescita, sono ribaltati nel breve periodo.
  - Lo stesso FMI considera elevati i valori dei **moltiplicatori fiscali** soprattutto nelle recessioni (non solo per  $\uparrow T$  ma anche per  $\downarrow G$ ):
    - nel breve periodo prevalgono quindi gli effetti keynesiani; anche a causa della **simultaneità** dei consolidamenti fiscali.
  - Problema del **mancato coordinamento** delle politiche di bilancio.
    - Nemmeno la Germania ha giocato il ruolo da locomotiva.
- Pur essendo il consolidamento fiscale inevitabile, al fine di ridurre il rischio di default di alcuni paesi o addirittura della stessa fine dell'euro, le politiche restrittive sono state **troppo intense, troppo prolungate e troppo estese** a più paesi contemporaneamente.
  - Gli effetti negativi sui livelli di attività sono stati sottovalutati.